

黄金大师课加餐26：黄金新高之后是否边际已经出来？

戳此加入学习付鹏的[《黄金投资大师课》](#)

黄金大师课加餐26：黄金新高之后是否边际已经出来？

本期内容首发于[《付鹏说》2020年8月19日链接](#)

大师闭门训练营开始招募！

第一期，8月29日（周六），上海，凌鹏开讲：A股策略研究方法与思考展望。

第二期，8月30日（周日），上海，付鹏开讲：全球大类资产交易案例与策略思考。

第三期，9月5日（周六），上海，Mark开讲：电子产业架构、研究方法与未来趋势。

闭门训练营课程内容仅限线下授课，不会以任何形式在线上呈现。

席位紧张！先到先得！



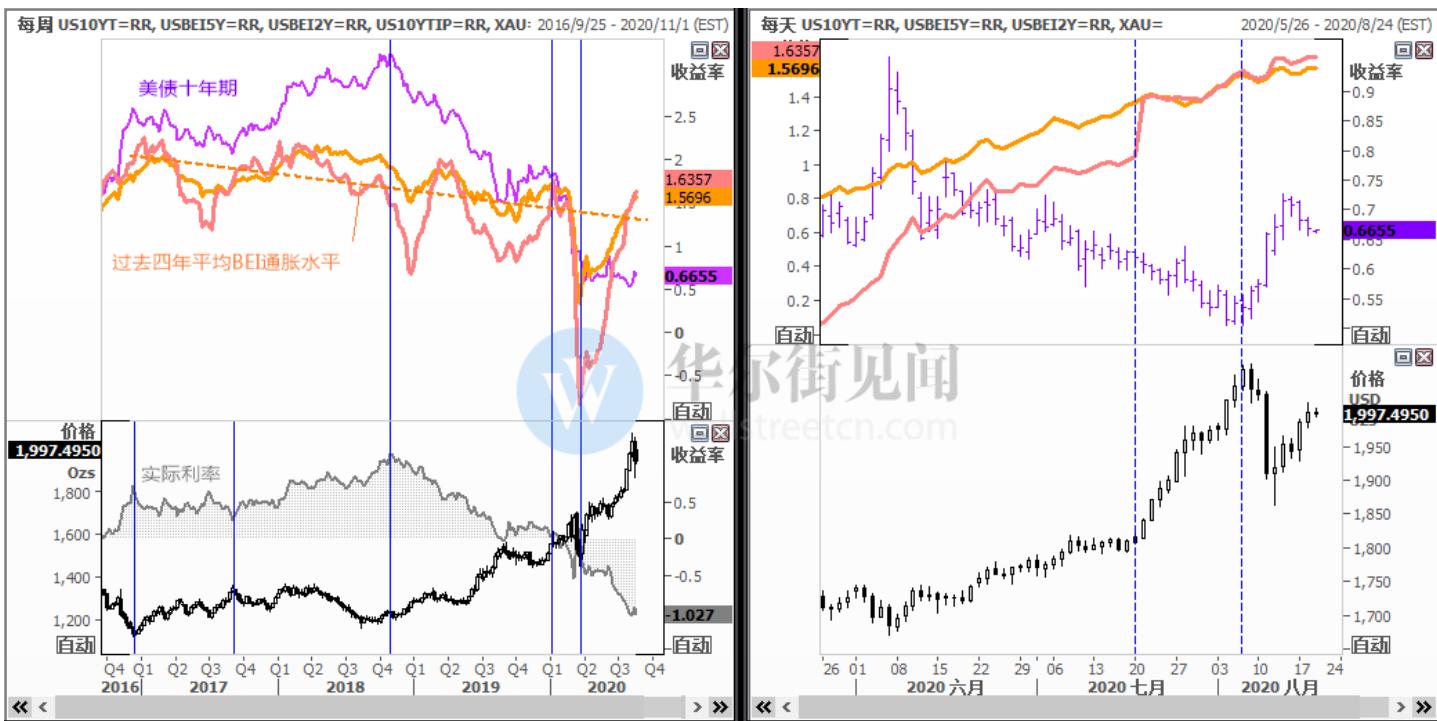
本期内容

>>本文仅限作者观点，点击上方视频收看！

今天聊什么话题？我们来关注一下拐点，其实也不叫拐点，应该说我们要讨论的一个问题就是，黄金的价格还会更高吗？

关于这个问题，其实整个框架体系我之前跟大家分析过。原则上来讲，问黄金价格还会更高吗，实际上问的就是通胀保值债券TIPS，或者说实际利率还会更低吗。当然拆分来看，要么是名义利率，要么是通胀水平。换句话说，要么有更高的通胀水平，要么有更低的名义利率，这是大家关心的。

第一点，我们先说名义利率。大家可以看一下，黄金价格最高时接近2100美元/盎司，对标的名义利率水平是多少？如果用10年期美债来看的话，大概是在0.5%这个水平。这是什么样的一个概念？我们可以看到，3月美国第一次疫情结束以后，开始出现一波明显的利率的上行。6月中后旬美国开始进入二次疫情，我们可以看到二次疫情再次推低了名义利率预期。



当然美联储实际上给出的是一个利率的区间，尤其是上限，中间实际上是美联储的利率决议。大家希望有更低的利率水平，这就是我们说的预期，这个预期实际上我们是要看它是被证明还是证伪，就是看它和美联储之间的关系。从目前的所有解读来看，我觉得这应该是目前美联储的一个底线。如果美联储的决议是往零利率去走的话，基本上我们可以看到美债收益率会变成负，而且是美债名义上的收益率会变成负。之前我跟大家解释过，这样的一个水平，其实对全球金融市场的影响是非常巨大的，因为美债是整个资产端的重要配置。所以可以说到目前为止，其实美国的货币政策已经相对的到达了极限，当然这个极限实际上指的是一个利率区间，就是对于债券来讲是一个波动的区间。我们在这里观察的点，就是这个区间的上下限究竟是多少。从过去的几个月来看，我们大概可以看到这个区间介于0.5%和0.9%之间。

在黄金价格最高的这段时间，我们可以看到名义利率的绝对值大概是0.5%左右。随着疫情的恢复，而且叠加了财政政策，疫情的恢复过程中，其实最重要的对经济的托底就是财政，进入6月以后，整个BEI曲线已经恢复到0以上了。7月20日以后，各个结构的曲线基本上都趋于扁平了，什么意思呢？很简单，当通缩预期出来的时候，它是一个contango结构，就是远期通缩的下降速度慢，长期通胀水平的下降速度快，如果恢复过来的话，当然是短期的通胀预期恢复得快，长端会保持相对稳定。

这个结构有点像我们讨论债券的时候，它有一个长短端利差倒挂，每一次长短端利差接近于平的时候，往往都是通胀预期已经达到一个相对来讲最大化的水平。我们可以看到7月中后旬以后，整个通胀预期水平基本上已经接近于扁平化了。虽然说绝对值还在往上走，但是如果从成因去看的话，其实7月20日以后的这波黄金加速，也就是大家理解的从1800美元/盎司开始的这波加速中间，其实有60%-70%来自利率的进一步下行，大概从0.65%左右下行到0.5%左右。通胀预期相对来讲比较平稳，两边分别作用四六左右的比重，对应的，我们可以看到黄金出现了一个加速的行情，也就是我们看到的这一段名义利率、TIPS出现了一个0.5%~1%左右的大幅度下行。

现在第一，如果没有更低的名义利率，也不会有更低的名义利率区间了，所以我觉得0.5%是一个非常极端的水平了。目前来讲，我们不能说通胀水平一定到头了，但是正在接近它的边际。有的时候这个游戏其实就是一个边际游戏。从我的角度来看，这两个东西都已经接近它的边际。关于通胀水平，其实可以回顾过去4年的BEI通胀水平的变动，大概就可以理解结构的变化，和长短端利率倒挂的时候对通胀的隐含。所以说从这几个角度来讲，我觉得边际值已经接近最大。换句话说，接近2100美元/盎司的黄金价格，可能已经是接近于边际上最大的TIPS的反馈。

当然大家可以看到，8月初的时候，债券收益率稍微往上一抬，大概回到了0.7%左右，通胀稍微抵消一点，黄金价格就又回到了1800、1850美元/盎司这个水平。这其实是对7月20日以后的反应做出了一个反馈。这两天名义利率稍微往回了一下，通胀水平在上面，也就是大家看到的一个反弹。

未来展望的话，我觉得至少目前还看不出比较明显的一个变动的情况下，在接近边际值的情况下，2100美元/盎司的黄金价格，其实从我的角度来看，是比较合理的反映了之前所有的信息，应该说是接近于一个最大值的水平。

在这种情况下，我觉得从这开始其实不是一个追多的过程，如果是生产商的话，确实要考虑的都不是一个短期的，应该是一个中期的保值策略。

我们回顾一下这几年，尤其这一两年黄金行情的变动。大家可以看到，第一阶段就是名义利率的下行，这是因为鲍威尔前瞻性的降息，通胀水平没有降；第二阶段是名义利率和通胀水平全部坍塌，这个过程中其实是流动性的风险；之后我们看到的是通胀水平的回归，名义利率保持在一个低位，这是最有利于黄金的一段，实际利率大幅度下行，这就是我们看到的三段黄金的行情。我觉得TIPS的两个成因加上流动性因子，都在黄金价格从1200美元/盎司涨到2000美元/盎司的这波行情中做了反馈。

所以说综合因子去看的话，我觉得其实方法论是没变的，就是拆分你对名义利率和通胀水平的理解，理解了这两个因素，我觉得这已经是边际上最大的值了。所以来的一个阶段，首先，名义利率会大幅度抬升吗？不会。通胀水平会回落吗？有可能。所以说第一，在边际上要留意通胀水平的减弱。第二，名义利率大概还是在地板上，所以对黄金来讲，我觉得可能是一个较大幅度震荡的格局，这个区间在这次测试中应该已经测出来了，基本上就是在1800~2000美元/盎司这个水平。

这就是本期加餐的主要内容，谢谢大

— END —

[大师闭门训练营开始招募！](#)

席位紧张！先到先得！

大师 闭门课 · 训练营

大师 闭门训练营

开始招募啦！

顶级投资人/独家干货/沉浸式培训



见闻

大师课 · 付鹏

第三季

黄金投资思维特训

搭建FICC视角下的黄金投资方法论

一、黄金大师课概览与框架

1.1 黄金大师课概览

1.2 黄金大师课框架

二、资本市场的成熟化与投资启示

2.1 黄金历史价格走势复盘

2.2 黄金中观框架：实际利率

2.3 黄金：历史的天空回顾——隐形通货膨胀税

2.4 黄金：历史的天空回顾——石油危机与利率约束

2.5 黄金：历史的天空回顾——布雷顿森林体系崩溃

2.6 美国企业债务杠杆问题

2.7 美国财富的累积与分配

2.8 透过财政赤字看美国社会的核心问题

2.9 利率的终结导致美国社会阶层固化

三、黄金宏观分析框架与历史复盘

3.1 黄金宏观框架：债务与信用

3.2 透过美国四大部门杠杆看债务与信用

3.3 美国信用问题与债务货币化

3.4 日本和中国的四大部门杠杆

3.5 黄金分析框架与路径总结

四、黄金与其他资产的分析框架

4.1 黄金租赁利率

4.2 黄金与日元：套息交易下的反馈机制

4.3 黄金与其他资产的比价、传导关系

五、黄金交易层面的注意事项

5.1 黄金CFTC持仓分析

5.2 商品交易层面方法论上的思考

六、白银分析框架与交易策略

6.1白银基本面分析的特殊性

6.2商品的实货交易与风险对冲